

PERSPEKTIVA RAZVOJA INVESTICIJSKIH FONDOVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Dijana JURIĆ*
Saipem Mediteran Usluge d.o.o., Rijeka

Pregledni znanstveni članak**
UDK 336.76:339.727(497.5)
JEL F21

Sažetak

Tijekom devedesetih godina investicijski su fondovi zabilježili ubrzan razvoj u većini razvijenih zemalja te su postali važni akteri na financijskim tržištima. U zemljama u razvoju i tranzicijskim zemljama industrija investicijskih fondova, iako bilježi ubrzane stope rasta, još uvijek bitno zaostaje za razvijenim zemljama. U Hrvatskoj su se investicijski fondovi počeli razvijati s pojavom privatizacijskih investicijskih fondova, međutim, oni nisu, kako se očekivalo, znatnije pridonijeli razvoju institucionalnih investitora na tržištu kapitala. Tržište pokreću ponajprije bankarski, odnosno financijski konglomerati, koji dominiraju i industrijom investicijskih fondova. Danas je hrvatsko tržište investicijskih fondova vrlo propulzivan i dinamičan segment financijskog sustava te su stoga uspostava adekvatne regulative i supervizije, kao i razvoj tržišta kapitala glavne odrednice njegova daljnjeg rasta i razvoja.

Ključne riječi: financijske institucije, investicijski fondovi, razvoj, Hrvatska

1. Uvod

Proučavanjem financijskih institucija na internacionalnoj razini može se naći nekoliko različitih termina koji se upotrebljavaju u praksi, a imaju obilježja investicijskih fondova, što znatno otežava globalno promatranje i usporedbu tih institucija. No najznačajniji oblici koji se susreću u većini zemalja u kojima su se te institucije pojavile na tržištu jesu zatvoreni i otvoreni tip investicijskih fondova. Stoga će se u ovom radu ana-

* Autorica zahvaljuje Zdenki Prohaski, Heleni Blažić i anonimnim recenzentima na njihovom doprinosu boljoj kvaliteti ovog članka.

** Primljeno (*Received*): 30.5.2005.

Prihvaćeno (*Accepted*): 28.11.2005.

lizirati investicijski fondovi upravo prema toj kategorizaciji jer je ona zastupljena i na hrvatskom tržištu.¹

Investicijski su fondovi financijske institucije koje imaju sve važniju ulogu na tržištima kapitala mnogih zemalja, a u pojedinima su postali glavni akteri koji u mnogočemu utječu na zbivanja na financijskim tržištima, ali i izvan njih. Te su se institucije najviše razvile u razvijenim zemljama, prije svega u SAD-u, ne samo u smislu ukupne imovine kojom upravljaju, nego i u smislu vrlo bogate palete raznih vrsta fondova, velike i razgranate mreže distribucijskih kanala putem kojih plasiraju udjele te zakonske regulative, nadzornih tijela i organizacija koje prate njihov rad. U Europi je razvijeno i tržište investicijskih fondova, ponajviše u zemljama članicama Europske unije, koje zakonski nastoje što više ujednačiti to područje. Stoga su osnovani tzv. UCITS² fondovi, odnosno otvoreni investicijski fondovi namijenjeni javnosti, prema definiciji koju je EU prihvatilo kako bi uskladilo različite nazive i definicije u pojedinim zemljama članicama.

U tranzicijskim zemljama investicijski su fondovi na počecima razvoja, a njihov je nastanak vezan za proces privatizacije. Hrvatska je također u sklopu kuponske privatizacije pokrenula rad privatizacijskih investicijskih fondova, koji su kasnije transformirani u zatvorene investicijske fondove, odnosno u holding društva. No danas hrvatskim tržištem, kao i tržištima većine ostalih tranzicijskih, ali i razvijenih zemalja, dominiraju otvoreni investicijski fondovi, i prema broju, i prema vrijednosti ukupne imovine kojom upravljaju. Stoga će u ovom radu poseban naglasak biti upravo na otvorenim investicijskim fondovima, s obzirom na njihovu važnost i dinamiku razvoja koju bilježe posljednjih godina.

2. Definiranje i kategorizacija investicijskih fondova

Kad je o investicijskim fondovima riječ u literaturi se može naći mnoštvo definicija, ali i različitih termina koji se rabe u praksi mnogih zemalja. Tako Investment Company Institute, organizacija koja promatra investicijske fondove u SAD-u i u svijetu, prilikom objavljivanja agregiranih podataka uvijek naglašava kako se regionalne razlike moraju uzeti u obzir jer neke zemlje uvrštavaju zatvorene investicijske fondove (engl. *closed-end funds*) u tu grupu, a neke ne, neke u nju uključuju i fondove kojima operiraju osiguravajuće kompanije ili mirovinske fondove koji posluju na isti način kao investicijski (Fernando i sur., 2003). Zajedničko je svim definicijama da investicijske fondove smatraju financijskim organizacijama, odnosno posrednicima koji prikupljaju sredstva od velikog broja investitora i koja zatim plasiraju u različite oblike imovine.

Prema oblicima imovine razlikujemo investicijske fondove koji ulažu u vrijednosne papire, u nekretnine i posebne financijske oblike odnosno instrumente (Prohaska, 1996).

¹ Osim otvorenih i zatvorenih, na domaćem financijskom tržištu postoje i mirovinski fondovi. Oni su, prema Zakonu o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima (NN 49/99), fondovi posebne vrste koji prikupljaju i investiraju sredstva isključivo radi osiguranja isplate mirovinskih davanja te stoga, kao i zbog niza drugih specifičnosti vezanih za njihovo poslovanje, neće biti predmetom ovog rada.

² UCITS – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

Najčešći su investicijski fondovi koji ulažu kapital u vrijednosne papire te se, s obzirom na to koja vrsta vrijednosnih papira prevladava u njihovu portfelju, dijele na dioničke, obvezničke i mješovite. Ta je podjela izrazito zanimljiva jer se u Hrvatskoj ponuda investicijskih fondova uglavnom sastoji od tih vrsta fondova, čemu još treba pridodati novčane fondove, koji pripadaju grupi fondova što ulažu u posebne financijske oblike (Prohaska, 1996).

No najznačajnija je kategorizacija ona prema kojoj se razlikuju zatvoreni i otvoreni investicijski fondovi. Zatvoreni fond je dioničko društvo i emitira dionice čiji je broj fiksiran, ne otkupljuje ih natrag od investitora, dakle, moraju se prodati na otvorenom tržištu ako investitor želi ponovno doći do uloženog novca (Samodol, 1999). Otvoreni je fond, međutim, u svakom trenutku spreman izdati nove udjele, ali ih je također obavezan na zahtjev investitora iskupiti, i to po tržišnoj neto vrijednosti. To je obilježje jedan od razloga zbog kojega su otvoreni fondovi zabilježili intenzivniji razvoj od zatvorenih.³ Zatvoreni fondovi ne omogućuju povlačenje udjela, a tržišna cijena dionica može biti mnogo manja od sadašnje neto vrijednosti (Kidwell i sur., 2003). Štoviše, za zatvoreni je fond upravo tipično to da se dionice prodaju uz diskont temeljne neto vrijednosti koji katkad može dosegnuti i do 40% za fondove koji investiraju u dionice, dok je diskont zatvorenih fondova koji ulažu u obveznice znatno manji (Samodol, 1995).

3. Investicijski fondovi danas u svijetu

Krajem 2004. godine u više od 55.000 investicijskih fondova u svijetu nalazilo se 16,2 bilijuna USD vrijednosti imovine, što je u posljednjih pet godina povećanje od 37% (Investment Company Institute, 2005a). Od ukupne imovine polovica otpada na investicijske fondove u SAD-u, ukupno 8,1 bilijuna USD, a na cijeli američki kontinent 55%. Na drugom je mjestu Europa s 34% ukupne vrijednosti imovine, te Afrika i Azija, odnosno pacifičke zemlje s 11%.

Prema strukturi ulaganja u svijetu prevladavaju dionički fondovi s 45% udjela u ukupnoj imovini, zatim novčani s 21%, obveznički s 20% i mješoviti s 9% (Investment Company Institute, 2005b).⁴ Treba napomenuti da se ta struktura uvelike razlikuje prema pojedinim regijama, odnosno zemljama. Tako u SAD-u prevladavaju dionički fondovi s oko 50% tržišnog udjela, dok su u EU, iako također vodeći po ukupnoj vrijednosti imovine, ipak u manjem postotku (36% krajem 2004. godine) te su vrlo blizu obvezničkim fondovima koji su prijašnjih godina prevladavali na tom tržištu (Delbecque, 2004). U tranzicijskim zemljama dominiraju obveznički fondovi, s iznimkom Češke i Hrvatske, u kojima je najveći dio imovine u novčanim fondovima (---, 2004).

U SAD-u je u 1990-ima došlo do eksplozivnog rasta imovine dioničkih fondova, ponajprije zbog dobrih rezultata koje su ostvarivali. Kako se jaz između kamata na ban-

³ Osim toga, otvoreni fond nema pravnu osobnost nego je to zasebna imovina na računu depozitne banke kojom upravlja društvo za upravljanje investicijskim fondovima te stoga ne podliježe ni oporezivanju dobiti. I to je jedan od razloga velike brojnosti i naglog razvoja otvorenih investicijskih fondova.

⁴ Ostalih 5% odnosi se na ostale (neklasificirane) fondove.

karske depozite i prinosa koje su ostvarivali dionički fondovi povećavao u korist fondova, sve je više investitora pokazivalo sklonost ulaganju u dioničke fondove (Fernando i sur., 2003).

U Europi i ostalim regijama porast dioničkih fondova zaostao je za američkima jer su tržišta dionica bila manje razvijena te nije bilo mnogo prostora za ulaganje i ostvarivanje atraktivnih prinosa. S razvojem tržišta dionica i u Europi se struktura polako mijenja u korist dioničkih fondova. U posljednjih nekoliko godina u EU je zamjetan trend smanjenja stope rasta imovine novčanih fondova, a ubrzan je rast imovine u dugoročnim fondovima (dioničkim, obvezničkim, mješovitim). Dugoročni UCITS fondovi (koji čine gotovo 80% ukupne imovine investicijskih fondova) zabilježili su neto porast imovine od 198 mlrd. eura tijekom 2004. godine, što je 13 mlrd. više nego u 2003, kada je taj porast iznosio 185 mlrd. eura (Delbecque, 2004).⁵

Više je faktora utjecalo na razvoj pojedinih vrsta fondova u određenim regijama. Dionički su fondovi razvijeniji u zemljama s običajnopравnim sustavom (angloameričke zemlje), a obveznički u zemljama s građanskopravnim sustavom (Fernando i sur., 2003). To je stoga što zemlje s običajnopравnim sustavom imaju transparentnije računovodstvene sustave i standarde, te osiguravaju bolju zaštitu prava investitora, koji su u takvim uvjetima skloniji investirati u fondove s rizičnijom strategijom ulaganja. Dionički fondovi imaju mali udio u tranzicijskim zemljama jer su njihova tržišta dionica prilično plitka i nerazvijena. Levine (2003) smatra kako postoji ovisnost između pravnih institucija i učinkovitosti tržišta dionica. Razina do koje pravne institucije štite privatna vlasnička prava i prava malih dioničara objašnjava razlike koje postoje među zemljama u smislu stupnja razvijenosti tržišta dionica. U zemljama u kojima pravne institucije ne osiguravaju učinkovitu zaštitu dioničara cijene domaćih dionica kreću se jednako za sve dionice, te je manje informacija o pojedinačnim cijenama dionica. Osim toga, prema Fernandu i sur. (2003), u zemljama sa srednjim dohotkom dionički fondovi imaju mali udio zbog nedostatka povjerenja u integritet lokalnog tržišta kapitala, niske tolerancije rizika koju iskazuju investitori i zbog toga što se imućniji i veliki investitori u tim zemljama koriste uglavnom inozemnim fondovima.

Posljednjih godina zamjetan je trend smanjenja broja fondova, iako raste vrijednost njihove ukupne aktive. To je ponajprije posljedica udruživanja pojedinih investicijskih fondova koji se tako koriste prednostima ekonomije obujma. Taj je trend posebno izražen u SAD-u, gdje je broj investicijskih fondova s 8305 krajem 2001. godine pao na 8044 krajem 2004. godine, iako je ukupna imovina porasla za 1,2 bilijuna USD (Investment Company Institute, 2005a).

4. Investicijski fondovi u Hrvatskoj

Donošenjem Zakona o investicijskim fondovima (NN 107/95) osigurani su pravni uvjeti za razvoj investicijskih fondova u Hrvatskoj, no njihov pravi razvoj započinje tek donošenjem Zakona o privatizacijskim investicijskim fondovima (NN 109/97) i pokretanjem sedam privatizacijskih investicijskih fondova (u nastavku PIF-ova), putem kojih

⁵ Ostalih 20-ak % čine tzv. ne-UCITS fondovi, tj. pretežno zatvoreni i specijalni investicijski fondovi.

se transformirao velik dio poduzeća iz državnoga u privatno vlasništvo. Samodol (1999) govori kako je "...u posjed PIF-ova dospjelo najmanje 90% 'uginulih' poduzeća. Ono što daje negativnu gospodarsku i moralnu dimenziju takvom stanju jest činjenica da su dioničari takvih 'lešinarskih' fondova postali upravo ratni stradalnici". Zahvaljujući baš PIF-ovima, mnogi su građani na pogrešan način upoznali instituciju investicijskih fondova te su i danas investicijski fondovi za njih nepouzdana i nepoželjne financijske institucije. To je ujedno jedan od ograničavajućih činitelja njihova daljnjeg razvoja u smislu potražnje.

Pogreška je napravljena kada je PIF-ovima dopuštena trenutačna transformacija u zatvorene investicijske fondove bez obveze prethodnog usklađivanja portfelja prema Zakonu o investicijskim fondovima te dopuštanjem njihove daljnje transformacije u holding kompanije, čime su izašli iz nadzorne nadležnosti Komisije za vrijednosne papire. Mnogi PIF-ovi su povećali svoju imovinu zamjenom dionica s Hrvatskim fondom za privatizaciju, koja im je dopuštena 1999. godine, a kojom su pojedini fondovi u zamjenu za nelikvidne dionice odnosno za dionice nesolventnih poduzeća dobivali visokovrijedne dionice uspješnih poduzeća. Upravo su zamjenom dionica pojedini PIF-ovi ostvarili većinski udio u privatiziranim poduzećima te se naknadno transformirali u holding društva jer nisu mogli uskladiti portfelj prema Zakonu o investicijskim fondovima. Tako je doprinos PIF-ova razvoju tržišta kapitala u Hrvatskoj bio neznatan.

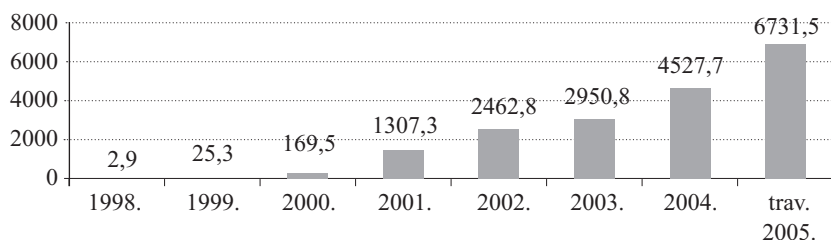
No ni u drugim tranzicijskim zemljama nije bilo znatno drugačije. U prvim godinama tranzicije u zemljama koje su 2004. godine pristupile EU poslovanje PIF-ova bilo je zakonski slabo regulirano, što je stvorilo prostor za zlouporabu prava malih dioničara (Bakker, 2003). U Sloveniji su se ti fondovi, kao i u Hrvatskoj uglavnom orijentirali na koncentraciju vlasništva u nekoliko vrhunskih poduzeća u kojima su nastojali zadržati svoje pozicije (Mrak, Rojec i Jauregui, 2004). Zbog velike vrijednosti portfelja te su menadžerske kompanije stekle veliki politički utjecaj te bi cjelokupan ishod tog procesa mogao završiti potpuno u njihovu korist, a na štetu primarnih dioničara i razvoja tržišta kapitala, što se dogodilo u Hrvatskoj.

Hrvatsko tržište investicijskih fondova ponajprije pokreću velike bankarske grupacije, koje osnivanjem društava za upravljanje fondovima i otvorenim investicijskim fondovima proširuju ponudu svojih proizvoda. Time nalaze nov način prikupljanja kapitala, koji je sve više koncentriran upravo u tim grupacijama. Danas na hrvatskom tržištu postoje 43 otvorena i 4 zatvorena investicijska fonda. Zatvoreni se fondovi posljednjih godina nisu bitno razvijali, no njihov je razvoj slabiji i u ostalim tranzicijskim, ali i razvijenim zemljama.⁶ Dva su zatvorena fonda nekadašnji privatizacijski investicijski fondovi, a ostala su dva klasični zatvoreni fondovi.

Prema podacima CROSEC-a, imovina pod upravom zatvorenih fondova iznosila je 31. ožujka 2005. godine 1,4 mlrd. kuna, dok je imovina otvorenih fondova krajem travnja dosegla vrijednost od 6,7 mlrd. kuna, što je u odnosu na početak godine povećanje za 2,2 mlrd. kuna ili za gotovo 50% (CROSEC, 2005a).

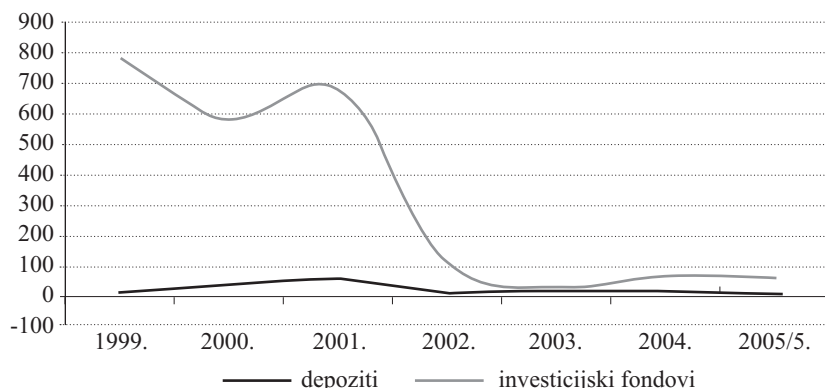
⁶ U SAD-u 95% ukupne imovine investicijskih fondova čine otvoreni investicijski fondovi (Mutual Fund Fact Book, 2005).

Grafikon 1. Kretanje imovine otvorenih investicijskih fondova u Hrvatskoj u razdoblju 1998-2005. godine (u mil. kn)



Izvor: CROSEC (2005a) (10. 5. 2005)

Grafikon 2. Kretanje stope rasta imovine investicijskih fondova i depozita u razdoblju 1999-2005. godine



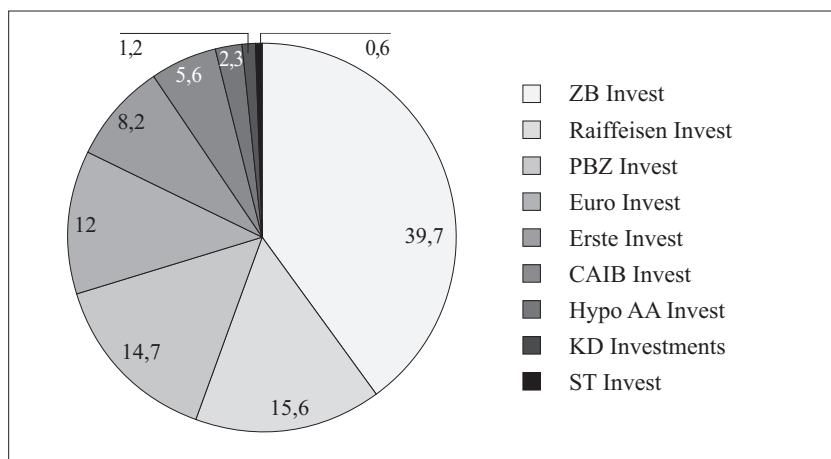
Izvor: HNB (2005a); CROSEC (2005b); obrada autora

Usporede li se stope rasta imovine otvorenih fondova i depozita u bankama, vidljivo je da imovina otvorenih fondova bilježi daleko veće stope rasta. One su se znatno smanjile u posljednjih nekoliko godina, isključivo stoga što se tržište u 1998. i 1999. godini tek počelo razvijati te je tih godina zabilježena intenzivnija akumulacija imovine u fondovima.

Udio otvorenih investicijskih fondova u BDP-u još je uvijek malen te time hrvatsko tržište zaostaje za nekim tranzicijskim zemljama. Krajem 2004. godine taj je udio iznosio oko 2,7% BDP-a, a krajem 2003. godine samo 2,1%. Primjerice, u Češkoj i Mađarskoj je još krajem 2002. godine imovina otvorenih fondova iznosila oko 5% BDP-a (Bakker, 2003), a u Rumunjskoj 4%, iako je samo nekoliko godina prije iznosila manje od 1% BDP-a (Ramin-Michel, 2005). Poljska je imala nešto niži udio od 3% BDP-a, no treba uzeti u obzir da se podaci odnose na 2002. godinu. Turska je krajem 2002. godine imala 3,5% udjela imovine otvorenih fondova u BDP-u, a samo godinu dana prije 2,5% (Raina

i Bakker, 2003). Usporedbe radi, u EU je 2002. godine imovina otvorenih investicijskih fondova iznosila oko 50% BDP-a (Bakker, 2003), dok je u SAD-u 2001. godine imovina otvorenih fondova iznosila gotovo 70% BDP-a (Raina i Bakker, 2003). Iako imovina otvorenih investicijskih fondova u tranzicijskim zemljama bilježi ubrzan rast, još uvijek znatno zaostaje za razvijenima te će trebati još mnogo vremena da tranzicijske zemlje, odnosno zemlje u razvoju dosegnu razinu razvijenih zemalja te da se bankocentrični financijski sustav promijeni u korist ostalih financijskih institucija.

Grafikon 3. Tržišni udjeli (po društvima za upravljanje) 31. prosinca 2004. godine (u%)



Izvor: CROSEC (2005a); autoričina obrada

Tri najveće bankarske grupacije (ZABA, PBZ i RBA) dominiraju i tržištem fondovske industrije te zajedno upravljaju sa 70% ukupne vrijednosti imovine. Te grupacije ujedno dominiraju i tržištem mirovinskih fondova, a imaju znatan udio na tržištu osiguranja te na tržištu stambene štednje. Budući da upravljaju velikim iznosima kapitala, koji je sve manje transparentan jer je podijeljen na različite nebankarske financijske institucije što ih nadziru i različite organizacije, ideja o ujedinjenju nadzora financijskih institucija mogla bi poboljšati njegovu učinkovitost.

5. Potrebne izmjene zakonodavnog okvira i usklađenja sa smjernicama Europske unije

Daljnji razvoj fondovske industrije u Hrvatskoj uvelike je ograničen postojećim regulativnim okvirom, odnosno važećim Zakonom o investicijskim fondovima te uvjetovan sadržajem i dinamikom kojom će se usvojiti nova zakonska i podzakonska rješenja. Aktualni je zakon donesen u potpuno drugačijim uvjetima od današnjih te ne zadovoljava potrebe brzo rastuće i sofisticirane industrije. Liberalizacija deviznog zakona i približavanje EU također su povećali potrebu za donošenjem novog zakona.

Usporede li se postojeća pravila ulaganja otvorenih investicijskih fondova u Hrvatskoj s pravom EU, mogu se uočiti sukladna, preuzeta rješenja iz smjernica EU⁷ u hrvatsko pravo i odstupanja (Maurović, 2002). Ulaganje u vrijednosne papire jednog izdavatelja utvrđeno je s ograničenjem do 5% vrijednosti imovine fonda, kao što stoji u smjernici EU. Stjecanje obveznica istog izdavatelja ograničeno je na 5% vrijednosti imovine fonda, uz kumulativno ispunjavanje uvjeta da njihov ukupni nominalni iznos ne prelazi 10% ukupnoga nominalnog iznosa svih obveznica istog izdavatelja ako su u optjecaju. Granica ulaganja u obveznice jednog izdavatelja u EU također je 5%, s tim da postoji različit tretman kreditnih institucija.⁸ Za dionice istog izdavatelja koje stječe fond postoji ograničenje da pravo glasa iz njih ne prelazi 10% ukupnih glasova u skupštini, jednako kao i u pravu EU.

Zbog nedovoljne razvijenosti tržišta vrijednosnih papira i malih mogućnosti ulaganja u depozite u financijskim institucijama i druga novčana sredstva fonda dopušteno je uložiti najviše 49% vrijednosti fonda. Depoziti u kreditnim institucijama prema pravu EU smiju iznositi najviše 10% imovine fonda. Vrijednosni papiri koji nisu službeno uvršteni na burzi ili nekom drugom organiziranom tržištu mogu stjecati do 10% vrijednosti imovine fonda. Smjernica EU dopušta ulaganje isključivo u vrijednosne papire koji kotiraju na burzi ili na drugom organiziranom tržištu te one nedavno izdane (odjeljak 5, članak 19/1 Dir. 85/611/EEC). U Hrvatskoj mogućnost ulaganja u neuvrštene vrijednosne papire postoji zbog još uvijek relativno plitkog tržišta kapitala, odnosno malog broja vrijednosnih papira koji kotiraju na burzi. No budući da se očekuje daljnji razvoj financijskih tržišta u Hrvatskoj, smatra se opravdanim isključenje te mogućnosti plasiranja sredstava investicijskih fondova, kao i smanjenje ograničenja ulaganja u depozite na 10%. Ulaganje u udjele drugih investicijskih fondova u EU ograničeno je na 10% imovine fonda, što je potrebno uvesti i u Hrvatskoj zbog potencijalnih poteškoća u nadzoru, ponajprije kad je riječ o razdiobi rizika kada bi se on pratio preko više razina.

Jedno od važnih pitanja koje će se regulirati novim zakonom jest pitanje poslovanja inozemnih investicijskih fondova u Hrvatskoj. Većina razvijenih legislativa zahtijeva od inozemnih financijskih posrednika da posluju iz vlastite zemlje ili da osnivaju podružnice, pribave dozvole i obave registraciju u zemlji u kojoj posluju (Kaminsky, Lyons i Schmukler, 2003). Tržišta u razvoju, pa tako i hrvatsko, također bi trebala slijediti tu praksu. Vrlo je važno za takva tržišta da primijene maksimalan regulativni autoritet prema stranim posrednicima kako bi minimizirali rizik zlouporabe i tržišne manipulacije jer su u početnim stadijima razvoja iznimno osjetljiva na takvu praksu.⁹ To je pitanje za Hrvat-

⁷ To su: *UCITS Directive 85/611/EC* (Amend. 88/220/EEC, 95/26/EC, 2000/64/EC), *Directive 2001/107/EC: The Product*, *Directive 2001/108/EC: The Company* (EFAMA, 2005). Te se smjernice ne odnose na zatvorene investicijske fondove, već isključivo na otvorene (tj. UCITS) fondove. Zbog toga se u ovom dijelu uspoređuju pravila ulaganja otvorenih investicijskih fondova s pravilima smjernice EU, a i usklađivanje postojećeg zakona pretežito će se odnositi na pravila ulaganja otvorenih investicijskih fondova.

⁸ U EU zemlja članica može podići ulaganja na maksimalno 25% vrijednosti imovine kada je izdavatelj kreditna institucija, s tim da ukupna vrijednost takvog ulaganja ne smije prekoračiti 80% imovine fonda.

⁹ U Australiji posrednik koji se prijavljuje AFSL-u (Australian Financial Services License) mora dostaviti detaljan opis poslovanja, podatke o vrsti klijenata, organizacijskoj strukturi, navesti imena i kvalifikacije top menadžmenta te procese koji će biti povjereni njima, podatke o riziku i dr. U Kanadi postoji različit tretman domaćih i internacionalnih posrednika. Strani posrednici moraju, između ostaloga, dostaviti odgovarajuće dokaze da obavljaju isti posao u drugoj zemlji te pribaviti dokaz o registraciji poslovanja iz te zemlje (Kaminsky, Lyons i Schmukler, 2003).

sku posebno važno jer je financijski sektor već znatnim dijelom u vlasništvu inozemnih financijskih konglomerata, što im daje velik utjecaj na domaćem tržištu i u financijskom sustavu. Uzme li se u obzir visoka razina inozemnog duga države, koja je također bitna odrednica stabilnosti financijskog sustava zemlje, jasno je koliko je donošenje adekvatnih mjera u tom segmentu važno ne samo za industriju investicijskih fondova i njezin daljnji razvoj, nego i za cjelokupni financijski sustav te makroekonomsko, odnosno gospodarsko okruženje.¹⁰

Važno pitanje koje treba biti regulirano novim zakonom jest i zaštita investitora. Pod tim se razumijeva jasno definiranje pojma fonda, pojedinih tipova fondova, troškova koji se naplaćuju iz imovine fonda te načela i metodologije utvrđivanja vrijednosti portfelja fonda. Zemlje s jačom zaštitom investitora potiču povjerenje u investicijske fondove te su investitori spremniji ulagati u njih (Khorana, Servaes i Tufano, 2004). Potrebno je i proširiti ovlasti Komisije za vrijednosne papire. Prema postojećem Zakonu o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02), Komisija nije odgovorna za istinitost podataka u prospektu, nego samo potvrđuje da prospekt sadržava sve zakonom propisane podatke i da može biti objavljen.¹¹ Budući da upravo na temelju prospekta investitori dobivaju informacije o poslovanju fonda, što utječe i na njihove odluke o ulaganju, jasno je koliko je važno provjeravati istinitost podataka te bi Komisija kao glavno nadzorno tijelo trebala osigurati investitorima istinitost informacija.

6. Očekivanja i procjene daljnjeg razvoja investicijskih fondova u Hrvatskoj

Može se očekivati da će se fondovska industrija brže razvijati ako su porezna pravila takva da ih čine atraktivnima za ulaganje u usporedbi s drugima (Khorana, Servaes i Tufano, 2004). Hrvatska sad ima povoljan Zakon o porezu na dobit (NN 177/04, 90/05) prema kojemu otvoreni investicijski fondovi nisu obveznici poreza na dobit. Osim toga, i prema novom Zakonu o porezu na dohodak (NN 174/04) dohotkom se ne smatraju primici od dividendi i udjela u dobiti na temelju udjela u kapitalu, što znači da se na te primke ne plaća porez na dohodak.

Čimbenici ponude, koje izdvajaju neki autori, također su vrlo bitni za razvoj fondovske industrije. Među njima se mogu navesti: trošak i vrijeme potrebno za osnivanje fonda, količina i vrste distribucijskih kanala putem kojih se plasiraju udjeli te bankarska industrija.¹² U Hrvatskoj je jedan od ograničavajućih činitelja daljnjeg razvoja nedovoljno razvijeno tržište kapitala, na kojemu postoji velik broj formalnih kotacija. Iako je na Zagrebačku i Varaždinsku burzu do srpnja 2004. godine uvršteno ukupno 568 dionica, aktivno se

¹⁰ Prema podacima HNB-a (2005), bruto inozemni dug javnog sektora, privatnog sektora za koji jamči javni sektor te privatnog sektora za koji ne jamči javni sektor iznosio je krajem 2004. godine 22,7 mlrd. eura, odnosno 82% BDP-a.

¹¹ Prospekt je zakonski obvezno objaviti prilikom osnivanja fonda, a mora sadržavati one informacije i podatke na osnovi kojih bi ulagači mogli stvoriti utemeljeni sud o stvarnom stanju fonda. Podaci koje prospekt mora sadržavati definirani su u članku 4. Zakona o investicijskim fondovima (NN 107/95).

¹² U SAD-u je rast investicijskih fondova nastao na štetu bankarskog sektora, međutim u Europi (osim u Velikoj Britaniji) banke su bile glavni pokretači investicijskih fondova. Ograničenja koja se odnose na to da banke posluju vrijednosnim papirima imaju negativne posljedice na njihovu sposobnost ponude investicijskih fondova.

trgovalo samo s oko 200 dionica (The Banker, 2005). Tržište dionica još je uvijek plitko, iako posljednjih godina bilježi blagi rast.¹³ Tržište obveznica također je slabo razvijeno, a prevladavaju državne obveznice. Pojava mirovinskih i investicijskih fondova pogodovala je razvoju tržišta obveznica, ponajprije državnih obveznica jer su mirovinski fondovi obvezni 50% imovine ulagati u njih.

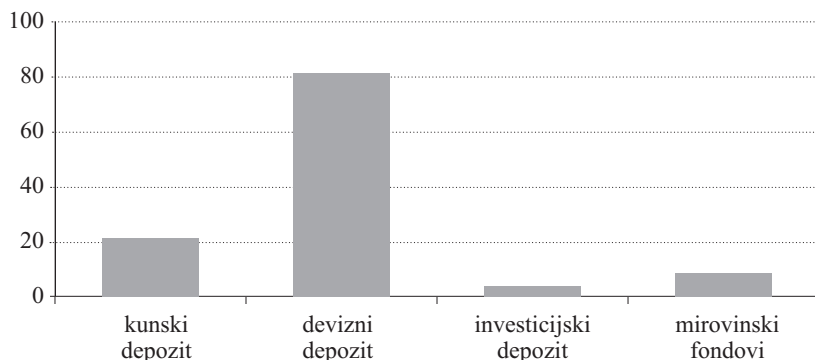
Fondovi se prihvaćaju brže u zemljama gdje je stanovništvo obrazovanije, bogatije te bolje informirano, što bolje objašnjava slabiju razvijenost u siromašnijim i manje razvijenim zemljama (Khorana, Servaes i Tufano, 2004). Potražna je strana vrlo važan činitelj razvoja. U Hrvatskoj je problem to što stanovništvo nije dovoljno informirano, odnosno upoznato s poslovanjem investicijskih fondova. Istraživanje koje je provelo GfK, agencija za istraživanje tržišta, na uzorku ispitanika s osobnim primanjima iznad prosjeka na području cijele Hrvatske, pokazalo je da su građani još uvijek površno upoznati s konceptom investicijskog bankarstva odnosno investicijskih fondova, no ipak se smanjuje broj onih koji nikad nisu čuli za pojam investicijskog fonda: 17% u lipnju 2002, 12% u prosincu 2003. (GfK, 2004). Oročena štednja u bankama još se uvijek povoljnije percipira od ulaganja u investicijske fondove. Razlog tome je u prošlosti. Bankarski je kredit bio glavni mehanizam socijalizacije gubitaka u socijalizmu, a ponovio se devedesetih godina (Šonje, 2003). Kako je država nastavila potpuno ili obilato osiguravati depozite, banke su i dalje zadržale poseban tretman u svjetonazoru mnogih ljudi, koji se do danas nije znatnije promijenio.

Međutim, do određenih promjena u korist ostalih financijskih posrednika u posljednje dvije godine ipak dolazi. Tako je 2003. godine od ukupno uložених sredstava u različite oblike štednje u banke uloženo 40%, a u druge oblike, kao što su stambena štednja, investicijski fondovi, mirovinski fondovi i životna osiguranja, 60% (---, 2004). No usporedbom ulaganja u investicijske fondove i ostale konkurentne oblike ulaganja vidljivo je da prevladavaju devizni depoziti. To je ujedno i znak da potencijal razvoja fondova potaknut potražnjom ipak postoji s obzirom na vrijednost imovine uložene u bankama.

Nudeći sve više proizvoda koji kombiniraju štednju u bankama s ulaganjem u investicijske fondove, banke i na taj način stimuliraju ulaganje u fondove. To ne čudi jer su upravo bankarske grupacije najčešći osnivači fondova i u interesu im je poticati ulaganje u njih jer im to kao financijskim konglomeratima omogućuje ostvarenje veće dobiti na razini grupe. Ujedinjenje nadzora nebankarskih financijskih institucija moglo bi olakšati, ali i poboljšati njihovo praćenje. Prema istraživanju Martinez i Rose (2004), gotovo sve zemlje u kojima je istraživanje provedeno usvojile su ujedinjeni model nadzora upravo zbog sve većeg značaja financijskih konglomerata i sve manjih razlika među bankarskim, osiguravajućim i drugim proizvodima, što otežava nadzor financijskog sustava putem nekoliko odvojenih agencija. Nadzorne se institucije suočavaju s problemom obračunavanja ukupne solventnosti takvih konglomerata jer oni mogu umjetno povisiti svoju kapitalnu bazu.

¹³ Tržišna kapitalizacija dionica iznosila je u prvoj polovici 2005. godine gotovo 70 mlrd. kn, što je porast više od 11% u odnosu prema drugoj polovici 2004. godine. Istodobno, tržišna kapitalizacija obveznica iznosila je oko 26 mlrd. kn, odnosno preko 5% više nego u drugoj polovici 2004. godine. Zamjetan je rast dioničkoga burzovnog indeksa CROBEX, koji je s obzirom na početak godine viši za 15,4%, dok je CROBIS porastao za 1,9% u istom razdoblju (ZSE, 2005).

Grafikon 4. Ukupna imovina uložena u investicijske fondove i ostale oblike u 2004. godini (u mlrd. kn)



Izvor: HNB; CROSEC; Hagea; autoričina obrada

Prema tome, u Hrvatskoj su bitne odrednice daljnjeg razvoja investicijskih fondova upravo uspostavljanje adekvatnijega nadzornog režima te izmjene regulativnog okvira poslovanja investicijskih fondova, s posebnim naglaskom na zaštitu prava investitora.

7. Zaključak

Kao i u ostalim tranzicijskim zemljama, i u Hrvatskoj investicijski fondovi bilježe visoke stope rasta vrijednosti imovine. No daljnji intenzitet i smjer razvoja ovisit će o razvoju tržišta kapitala, s kojim je razvoj investicijskih fondova usko povezan, o izmjenama zakonske regulative koja je za fondovsku industriju u toj fazi razvoja postala neadekvatna, a putem koje će se regulirati i poslovanje domaćih investicijskih fondova u inozemstvu, kao i inozemnih investicijskih fondova u Hrvatskoj. Način na koji će biti regulirana ta pitanja bitno će utjecati na njihovu ponudu. S potražnog stajališta gledano, građani još uvijek nisu dovoljno informirani o poslovanju investicijskih fondova te stoga još prevladavaju korporativni ulagači, dok pojedinci najveći dio imovine drže u bankovnim depozitima. Pozitivan korak za razvoj te industije bile su izmjene poreznih pravila, prema kojima se prinosi ostvareni ulaganjem u investicijske fondove ne oporezuju. Ujedinjenje institucija za nadzor, ako ono rezultira učinkovitijom supervizijom, također će pozitivno utjecati na razvoj, prije svega u smislu bolje zaštite investitora.

LITERATURA

- , 2004. "Navike se mijenjaju". *Banka* (prilog Bankarska industrija), (7), 15-16.
- , 2004. "Tako blizu". *Banka* (prilog Fondovi), (3), 37-38.
- Bakker, M. R., 2003. "Development of Non-bank Financial Institutions and Capital Markets in European Union Accession Countries". *WB Working Paper*, No. 28, Washington: The World Bank.

CROSECa, 2005. *Neto imovina otvorenih investicijskih fondova* [online]. Dostupno na: [http://www.crosec.hr/registri/NAV_oif.asp] (18.10.2005.).

CROSECb, 2005. *Neto imovina zatvorenih investicijskih fondova* [online]. Dostupno na: [http://www.crosec.hr/registri/NAV_zif.asp] (06.04.2005.).

Delbecque, B., 2004. *Quarterly Statistical Release No. 20* [online]. Brussels: EFAMA. Available from: [http://www.efsi.org/Unrestricted_Area/frameset.htm] (04.04.2005.).

EFAMA, 2005a. *UCITS I – Directive 85/611/EE* [online]. Brussels: EFAMA. Available from: [http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/ucits_dir/documentfile] (21.11.2005.).

EFAMA, 2005b. *Directive 2001/108/EC – The Product* [online]. Brussels: EFAMA. Available from: [http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/NewUCITS_product/documentfile] (21.11.2005.).

EFAMA, 2005c. *Directive 2001/108/EC – The Company* [online]. Brussels: EFAMA. Available from: [http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/NewUCITS_company/documentfile] (21.11.2005.).

Fernando, D. [et al.], 2003. “The global growth of Mutual Funds”. *Policy Research Working Paper*; 3055. Washington: The World Bank.

GFK, 2003. *Upoznatost građana s konceptom investicijskog bankarstva* [online]. Dostupno na: [<http://www.gfk.hr/press/fondovi/htm>] (04.04.2005.).

HAGENA, 2005. *Hagenin bilten* [online]. Dostupno na: [<http://www.hagena.hr/publikac/bilten10.xls>] (18.10.2005.).

HNB, 2005a. *Ekonomski indikatori 2004.* [online]. Dostupno na: [<http://www.hnb.hr/statistika/hstatistika.htm>] (18.10.2005.).

HNB, 2005b. *Statistički pregled – godišnje izvješće 2004.* [online]. Dostupno na: [<http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2004/h-statisticki-pregled.pdf>] (18.10.2005.).

Investment Company Institute, 2005a. *Mutal Fund Fact Book* [online]. Washington: ICI. Available from: [http://www.ici.org/stats/mf/2005_factbook.pdf] (18.10.2005.).

Investment Company Institute, 2005b. *Worldwide Mutual Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2004* [online]. Washington: ICI. Available from: [http://www.ici.org/stats/mf/ww_12_04.html] – TopOfPage] (20.10.2005.).

Kaminsky, G., Lyons, R. and Schmukler, S., 2003. “Economic fragility, liquidity and risk: the behaviour of mutual funds during crises”. *Occasional Paper Series* [online]. Washington: The GW center for the study of globalization. Available from: [<http://www.gwu.edu/~gwesg>] (15.04.2005.).

Khorana, A., Servaes, H. and Tufano, P., 2004. *Explaining the size of the mutual fund industry around the world.* Research working paper [online]. London: London Business School. Available from: [http://gunther.smeal.psu.edu/papers/Business/457/explaining_the_size_of.pdf] (15.04.2005.).

Kidwell, D. S. [et al.], 2003. *Financial Institutions, Markets and Money*. Hoboken. NJ: John Wiley & Sons.

Levine, T. B., 2003. "Legal Institutions and Financial Development". *Policy research Working Paper*, 3136. Washington: The World Bank.

Martinez, J. L. and Rose, T. A., 2004. *International survey of integrated financial sector supervision*. Washington: The World Bank.

Maurović, L.J., 2002. "Usklađivanje pravila ulaganja otvorenih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj s pravom Europske unije". *Hrvatska pravna revija*, 2 (5), 5, 60-65.

Mrak, M., Rojec, M. and Jauregui, C. S., 2004. *Slovenia – From Yugoslavia to the European Union*. Washington: The World Bank.

Prohaska, Z., 1996. *Analiza vrijednosnih papira*, Zagreb: Infoinvest.

Raina, L. and Bakker, M., 2003. *Non-bank financial capital markets in Turkey*. Washington: The World Bank.

Ramin, S. and Michel, N., 2005. "Capital markets and financial institutions in Romania: assessment of key issues and recommendations for development". *WB Working Paper*, No. 45. Washington: The World Bank.

Samodol, A. 1995. *Investicijski fondovi*. Zagreb: Infoinvest.

Samodol, A., 1999. *Financijska tehnologija i investicijski fondovi*. Zagreb: Progres.

Šonje, V., 2003. "Na kraju ere bankarstva". *Banka*, (8), 188-190.

The Banker, 2005. *Market activity grows apace* [online]. Available from: [http://www.thebanker.com/news/fullstory.php/aid/2654/market_activity_grows_apace.html] (10.04.2005.).

Zakon o investicijskim fondovima, NN 107/95. Zagreb: Narodne novine.

Zakon o porezu na dohodak, NN 177/04. Zagreb: Narodne novine.

Zakon o tržištu vrijednosnih papira, NN 84/02. Zagreb: Narodne novine

ZSE, 2005. *Pregled trgovine u prvom polugodištu 2005. godine* [online]. Dostupno na: [<http://www.zse.hr/reports/ZSE-1H-2005.pdf>] (12.10.2005.).

Dijana Jurić: The Outlook for the Development of the Investment Funds in the Republic of Croatia

Abstract

During the nineties, investment funds recorded rapid development in most developed countries and became important agents on the financial markets. In the developing and transitional countries the investment funds industry, although it too has recorded accelerated rates of growth, is still essential lagging behind that of the developed countries. In Croatia the investment funds started developing with the appearance of the private investment funds; however, they did not, contrary to expectations, make a very significant

contribution to the development of institutional investors on the capital market. The market is driven primarily by banking or financial conglomerates, which also dominate the investment fund industry. Today the Croatian investment fund market is a very enterprising and dynamic segment of the financial system and hence the establishment of adequate regulation and supervision as well as the development of the capital market must be the main determinants of its further growth and development.

Key words: financial institutions, investment funds, development, Croatia